В апреле Россия впервые за последние 12 лет вышла на международный долговой рынок, разместив два транша еврооблигаций: 5-летний на $2 млрд по ставке купона 3.625% и 10-летний на $3.5 млрд с купоном 5%. Заместитель руководителя управления рынков долгового капитала «ВТБ Капитал» Кирилл Кондрашин рассказал в интервью Cbonds Review об особенностях подготовки суверенного выпуска и новых перспективах российского долгового рынка.

Мы напомнили о России

Кирилл КОНДРАШИН,
заместитель руководителя управления рынков долгового капитала, «ВТБ Капитал»

— Как вы оцениваете итоги размещения российских еврооблигаций? С какими трудностями столкнулся «ВТБ Капитал» как один из организаторов при размещении выпуска?

— Минфину РФ и организаторам удалось добиться основной поставленной цели — установить новые, более привлекательные ориентиры на российском рынке еврооблигаций. В результате инвесторы пересмотрели кривую российских евробондов, и на момент выпуска мы размещали бумаги с доходностью, которая была в среднем ниже на 35 б.п., чем по российским суверенным бумагам, обращающимся на рынке. Несмотря на это, на эмиссию был большой спрос.

Я бы не сказал, что, размещая новый суверенный выпуск, мы столкнулись с какими-то трудностями. Последние два дня маркетинга выпуска рынок стал несколько ухудшаться. Думаю, нам повезло, что мы успели разместиться в последний момент перед более сильной коррекцией. В течение недели после размещения коньюнктура стала еще хуже по сравнению с ситуацией, которая складывалась на момент выхода России на рынок.

— Помимо установки новых ориентиров доходности, какие еще цели ставил перед собой суверен?

— Если вы помните, решение о выходе на международный рынок заимствований принималось финансовыми властями еще в прошлом году, когда мы имели другие цены на нефть. В тот момент целью государства было — привлечь финансирование для сокращения дефицита бюджета. Но очевидно, что в текущей рыночной ситуации, сложившихся ценах на нефть и доходах бюджета основной задачей суверенного заемщика было установить новые ориентиры, а также напомнить инвесторам о России, повысив имидж страны на мировых рынках.

— Ряд аналитиков, анализируя поведение российских бумаг сразу после размещения, весьма скептически оценивали перспективы снижения ставок при последующих размещениях корпоративных заемщиков. Вы считаете, эта цель все же будет достигнута?

— В тех обзорах, которые мы читали, 70–80% высказываний было позитивного характера, безусловно, встречались и негативные. Сейчас рынок объективно ухудшился, и эти события не связаны с Россией. Мы никак не можем повлиять на ситуацию с возможным дефолтом Греции. В то же время, все понимают, что когда коньюнктура стабилизируется, российские бумаги будут торговаться исходя из того, как их реально оценивают инвесторы. Уже тот факт, что крупные международные инвесторы готовы были покупать выпуск по такой-то цене и с таким-то спредом к казначейским облигациям США, говорит о том, что они сегодня готовы по-другому посмотреть на Россию и уменьшить премию за риск.

Но это работает лишь в условиях стабильного рынка. Когда инвесторы в панике, они думают о другом и руководствуются при принятии решений другими факторами.

— То есть вы объясняете снижение котировок в первые дни после размещения негативными макроэкономическими факторами и ожидаете, что они вырастут, как только ситуация стабилизируется?

— Да, мы ожидаем, что когда рынки станут стабильнее, котировки вернутся к нормальным значениям, приемлемым для российского уровня риска. С другой стороны, прогнозировать, как разрешится ситуация вокруг Греции и сколько времени на это понадобится, сейчас очень тяжело.

— Где проводилось road show, и вошла ли Москва в число городов, в которых презентовался выпуск?

— В Москве road show не проводилось, и это обусловлено определенными ограничениями, которые накладываются на возможности маркетинга выпуска в России. Как правило, road show в Москве проводится достаточно редко и имеет смысл лишь в том случае, если размещается зарубежная или малознакомая инвесторам компания.

Road show российских бумаг было стандартное, но подробное. Мы остановились во всех основных финансовых центрах: в Азии — Сингапур, Гонконг; в Европе — Франкфурт, Женева, Цюрих и Лондон; в США — Лос-Анджелес, Сан-Франциско, Бостон. Завершилось road show в Нью-Йорке.

— Какова роль «ВТБ Капитала» в процессе организации сделки? Как инвестиционные банки-организаторы разделили между собой полномочия?

— Над сделкой работали четыре банка: «ВТБ Капитал», Barclays, Citi, Credit Suisse. Как это обычно происходит в процессе выпуска еврооблигаций, над всеми вопросами работа велась совместно. Все четыре банка примерно в равной степени участвовали в подготовке документации, организации маркетинга. Явных разграничений полномочий не было.

— Чем принципиально отличается организация размещения суверенных еврооблигаций от корпоративного выпуска?

— С одной стороны, готовить документацию для суверенного выпуска проще, а продавать инвесторам риск России при нынешней экономической ситуации в стране и текущем уровне долга легче, чем корпоративные облигации. С другой стороны, при размещении суверенных бумаг ответственность организаторов несравнимо выше. Выпуск находится в центре внимания общественности, нужно внимательно относиться к любым мелочам.

> «ПРОДАВАТЬ ИНВЕСТОРАМ РИСК РОССИИ ПРИ НЫНЕШНЕЙ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ В СТРАНЕ И ТЕКУЩЕМ УРОВНЕ ДОЛГА ЛЕГЧЕ, ЧЕМ КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ»

— Насколько выгодно организатору размещать суверенный выпуск с коммерческой точки зрения? Или для банка участие в таких сделках несет чисто имиджевый эффект?

— Это в первую очередь зависит от эмитента. Конечно, основной эффект, который получает банк — имиджевый. Размещение суверенного выпуска — это очень важная сделка для статуса банка-организатора в стране.

— Могли бы вы подробнее описать механизм размещения еврооблигаций, в первую очередь процесс прайсинга?

— Обычно road show начинается в середине недели. Так, у нас в процессе сделки изначально работало две команды: одна — в Азии, другая — в Европе. Позже команды объединились в США. До пятницы sales-команды синдиката банков активно общаются с инвесторами. В конце первой недели организаторы обсуждают с эмитентом полученную с рынка информацию, договариваются о ценовых параметрах и дальнейшей стратегии. Обычно цель состоит в том, чтобы собрать изначально как можно больше заявок, для того чтобы потом по мере формирования книги заявок уменьшить прайсинг.

— Получается, что книга заявок открывается уже во время проведения road show?

— Книга заявок открывается, как правило, в середине road show, после того как организаторы договариваются с эмитентом о дальнейшей стратегии. В начале второй недели road show, в понедельник, выходит price whisper, своего рода неофициальный ориентир доходности, когда банки-организаторы на словах озвучивают ожидающиеся цены. Хотя эти ориентиры нигде не публикуются, после их появления банки могут более конкретно разговаривать с инвесторами и заполнять книгу. Во вторник обычно объявляется официальный ценовой ориентир. В зависимости от скорости наполнения книги, она может быть закрыта в тот же либо на следующий день. В среду вечером синдикат просматривает книги, в случае переподписки договаривается с эмитентом о том, кому какой процент заявок отдавать. А в четверг утром (обычно по нью-йоркскому времени), если не возникает никаких сложностей, официально объявляется прайсинг и аллокация инвесторов.

— На какой период размещения выпуска приходится основной объем книги заявок?

— После официального объявления ценового ориентира, то есть во вторник-среду. Если в понедельник после объявления price whisper книга начинает заполняться очень быстро, то синдикат может скорректировать доходность в сторону понижения. Причем в книгу могут попадать разные заявки. Например, есть заявки без указания цены покупки либо с указанием разных объемов, которые согласны приобрести инвесторы при той или иной доходности.

— Как сказывается разница во времени на размещении такого крупного выпуска? Имеют ли азиатские и европейские инвесторы преимущества перед американскими покупателями в связи с более ранним открытием книги заявок?

— Преимуществ нет, так как основные публикации и новости, как правило, выпускаются в то время, когда ра-

ботают основные инвесторы на всех рынках. За многие годы процесс размещения уже отлажен настолько, что при нормальном развитии ситуации все инвесторы находятся в похожих условиях. К примеру, азиатским инвесторам нужно больше времени, чтобы пройти у себя определенные комитеты и сделать заявки, соответственно, более раннее начало road show в Азии дает им больше времени на то, чтобы уладить все формальности. В Европе и Америке можно быстрее завершить подобные процедуры. Поэтому условия для всех приблизительно равные.

— Какие ключевые факторы оказали влияние на выбор параметров сделки? Чем можно объяснить размещение суверенных бумаг двумя траншами?

— Пять и десять лет — наиболее ликвидные сроки до погашения, которые сейчас пользуются наибольшим спросом. Тем более, они были не заняты в кривой доходности суверена. Мы рассматривали возможность более длинного выпуска, но учитывая объем, который хотел занять Минфин, это было бы слишком большое разбитие по траншам. В данный момент инвесторам важно, чтобы бумага была ликвидной. Если размер суверенного выпуска меньше $2 млрд, то бумага считается неликвидной. Поэтому приходилось балансировать между наиболее привлекательными сроками и объемом, который, с одной стороны, был востребован инвесторами, с другой, требовался Минфину. Мы решили, что $2 млрд на 5 лет и $3.5 млрд на 10 лет — оптимальные объемы и сроки для первого выпуска после такого длительного перерыва.

— В прессе на момент закрытия сделки назывались неоднозначные цифры по объему итоговой книги заявок. Большинство источников ссылалось на цифру $25 млрд. Во сколько раз в итоге была переподписана эмиссия?

— Книга была переподписана более чем в два раза. Неверные данные появились в прессе из-за недостатка информации. Банки-организаторы на тот момент официально не могли комментировать размещение.

> КНИГА БЫЛА ПЕРЕПОДПИСАНА БОЛЕЕ ЧЕМ В ДВА РАЗА. НЕВЕРНЫЕ ДАННЫЕ ПОЯВИЛИСЬ В ПРЕССЕ ИЗ-ЗА НЕДОСТАТКА ИНФОРМАЦИИ

— По официальным данным, российские инвесторы приобрели в пределах 6–7% эмиссии. Существуют ли сейчас какие-то барьеры для инвесторов из России при покупке российских еврооблигаций?

— Действительно, российские инвесторы купили 6% пятилетнего транша и 7% объема 10-летних бумаг. Процент, возможно, мог бы быть больше. Но у Минфина была цель разместить еврооблигации в первую очередь среди иностранных инвесторов, так как локальные инвесторы могут покупать внутренние размещения России. Если посмотреть на другие недавние выпуски, то там доля российских инвесторов была больше.

Есть ряд объективных ограничений на покупку российскими инвесторами еврооблигаций. Это должны быть профессиональные участники рынка, либо необходимо совершать покупки через оффшорные счета. С другой стороны, в этом году мы уже организовали шесть выпусков и в каждом из них видели большой спрос со стороны российских инвесторов.

— Выходит, что последнее слово при принятии решения об удовлетворении той или иной заявки за эмитентом? Или распределение все же основано на рыночном принципе?

— Распределение заявок происходит следующим образом. Например, книга заявок составила $10 млрд, а эмитент желает разместить $5 млрд. Это не значит, что все получат половину. Банки вместе с эмитентом договариваются о том, кому сколько отдают. Обычно приоритет отдается инвесторам, которых вы хорошо знаете и которые не продадут на следующий же день бумагу в рынок, в частности, крупным фондам. Также стараются отдать предпочтение real money accounts, то есть частным банкам, которые покупают бумаги инвесторам за реальные деньги и держат бумагу до погашения. Кроме того, учитываются общие пожелания эмитента.

> В ПРОШЛОМ ОДИН ИЗ НЕДОСТАТКОВ РОССИЙСКОЙ КРИВОЙ КАК РАЗ СОСТОЯЛ В ТОМ, ЧТО ОНА ВКЛЮЧАЛА МНОГО БУМАГ СЛОЖНОЙ СТРУКТУРЫ, НАПРИМЕР, АМОРТИЗАЦИОННЫЕ, В ТО ВРЕМЯ КАК ПРОСТЫХ БУМАГ, КОТОРЫЕ МОЖНО ИСПОЛЬЗОВАТЬ ДЛЯ ФОРМИРОВАНИЯ ОРИЕНТИРОВ, НЕ БЫЛО

— То, что бумаги продаются крупным институциональным инвесторам, которые предпочитают держать облигации в своих портфелях до погашения, каким-то образом негативно влияет на ликвидность облигаций?

— Цель, прежде всего, — распределить бумаги так, чтобы большая их часть была отдана инвесторам, которые держат облигации до погашения, при этом какой-то процент отдать активно торгующим инвесторам. Но речь идет не о том, чтобы купить ценные бумаги и продать их на следующий же день, речь идет о торговле с целью поддержания ликвидности инструмента. Чаще всего сами организаторы берут на себя небольшой процент выпуска для поддержания ликвидности, выполняя функции маркет-мейкера.

— «ВТБ Капитал» приобрел на себя часть суверенного выпуска?

— Да, в настоящий момент мы поддерживаем рынок в тех рамках, насколько это допустимо по закону, то есть занимаемся маркет-мейкингом по выпуску. Во всех выпусках, где «ВТБ Капитал» выступает в качестве организатора, мы всегда участвуем в поддержании ликвидности на вторичном рынке.

— Предусмотрен ли в суверенном выпуске колл-/пут-опцион или какие-то специальные ковенанты?

— Как правило, в суверенные выпуски не включаются особенные структурные элементы и возможен лишь какой-то минимальный набор специальных условий. Нашей целью было установить хорошие ориенти-

ры, которые можно будет потом использовать для оценки риска России. А лучшие ориентиры всегда дают самые простые выпуски. Поэтому мы сознательно ушли от каких-то специальных характеристик структуры выпуска. В прошлом один из недостатков российской кривой как раз состоял в том, что она включала много бумаг сложной структуры, например амортизационные, в то время как простых бумаг, которые можно использовать для формирования ориентиров, не было.

— С вашей точки зрения, чем вызвано отсутствие разнообразия в структуре выпусков не только суверенных, но и российских корпоративных еврооблигаций? Например, российские эмитенты очень редко используют такой инструмент, как конвертируемые облигации.

— У каждого инструмента есть свои плюсы и минусы. Если вы хотите внести в структуру пут- или колл-опцион, то за это нужно заплатить либо инвестору, либо эмитенту. Первые, кстати, обычно предпочитают наиболее простые бумаги.

Конвертируемые облигации, несмотря на неоспоримые плюсы (такие как привлекательная ставка купона, возможность компании выйти на рынок, на котором она, возможно, не может выпустить обычные облигации, отсутствие необходимости иметь рейтинг), имеют достаточно сложную структуру выпуска и сложный процесс подготовки. Кроме того, в России не так много компаний, которые на данный момент имеют листинг за рубежом и свободные акции, чтобы выпускать конвертируемые облигации.

— На днях министр финансов РФ Алексей Кудрин заявил о том, что Россия может выпустить в этом году еврооблигации, номинированные в рублях. Как вы оцениваете возможность такого выпуска?

— Такой выпуск возможен в качестве дополнительного финансирования. Многие инвесторы сейчас позитивно смотрят на рубль. По рублевому выпуску евробондов инвесторам можно получить не только купонный доход, но и доход от укрепления рубля.

— За неделю до российского выпуска Бразилия разместила еврооблигации с погашением в 2021 году с доходностью 5%. Доходность первичного размещения российских 10-летних евробондов составила 5.082%. Как вы считаете, почему Россия заняла на международном рынке под доходность выше, чем Бразилия, хотя рейтинг России (Baa1/BBB/BBB) выше бразильского (Baa3/BBB-/BBB-)?

— Сейчас в процессе размещения инвесторы все меньше ориентируются на международные рейтинги, особенно если речь идет об эмитентах, которые хорошо известны на рынке. У некоторых фондов существуют ограничения, которые не позволяют им инвестировать в бумаги со спекулятивным рейтингом. Если на рынок выходит неизвестный эмитент, то его рейтинг, безусловно, служит одним из индикаторов уровня риска.

> НЕЛЬЗЯ ОДНИМ ВЫПУСКОМ СНИЗИТЬ КРИВУЮ НА 1 П.П. И ВСТАТЬ ВРОВЕНЬ С ЭМИТЕНТАМИ, КОТОРЫЕ РАБОТАЛИ НАД ЭТИМ МНОГИЕ ГОДЫ

Основное преимущество Бразилии перед Россией в том, что она очень часто выходит на внешние рынки, этот риск очень хорошо известен инвесторам. Тем более что американский рынок является крупнейшим в мире, и Бразилия для американских инвесторов гораздо ближе и понятнее, чем Россия. Поэтому все понимают, что процесс формирования новой кривой еврооблигаций для России является постепенным. Нельзя одним выпуском снизить кривую на 1 п.п. и встать вровень с эмитентами, которые работали над этим многие годы. Будем работать дальше!

— В 2011 году истекает действие запрета на внешние заимствования для российских регионов. С вашей точки зрения, есть ли у субфедералов потенциал для выхода на внешние рынки?

— Безусловно, я вижу такие перспективы для отдельных регионов. Москва или Санкт-Петербург вполне могли бы выйти на внешние рынки и привлечь деньги под очень привлекательные ставки. В условиях стабилизации рынка это вполне возможно — может быть, не для всех, но для многих регионов.

— Как, с вашей точки зрения, будет развиваться ситуация в сегменте российских еврооблигаций до конца года?

— Начало года было очень активным. Котировки еврооблигаций превзошли даже лучшие докризисные уровни. На рынок вышло много новых эмитентов. Мы видим, что уже несколько украинских и казахстанских эмитентов также вышли с выпусками еврооблигаций. Рынок очень быстро оживает, думаю, небольшая коррекция ему бы даже не повредила. Мы надеемся, что сейчас происходит именно небольшая коррекция. В этом случае при отсутствии глобальных потрясений, которые тяжело предсказать, сильного падения ставок уже не будет, так как есть объективный предел, до которого они могут снижаться. Рынок будет открываться для эмитентов с более низким рейтингом.

— При таком сценарии как будет себя вести локальный российский рынок облигаций?

— С одной стороны, в начале года внутренний рынок также был очень активным: ставки существенно сократились и были даже ниже, чем на международном рынке. С другой стороны, многие инвесторы не ожидают дальнейшего снижения ставки рефинансирования, которое до сих пор позволяло им хорошо зарабатывать на локальных облигациях. Поэтому в ближайшее время локальный рынок, возможно, будет стабилизироваться. Я думаю, что общие условия займов на локальном и международном рынках сравняются. Если на внутреннем рынке эмитент может получить лучшую ставку, то на внешнем — более длинные сроки заимствований. Где-то ковенанты полегче, а где-то более привлекательная база инвесторов. Не нужно забывать о том, что на локальном рынке основными инвесторами являются банки, которые уменьшают свои лимиты. Поэтому я ожидаю разумную и равную конкуренцию между внутренним и внешним рынками капитала.

Беседовал Константин Лысенко